

投资评级 优于大市 首次覆盖

需求旺盛、人民币兑美元贬值，利润大增

股票数据

08月19日收盘价(元)	15.30
52周股价波动(元)	10.88-20.68
总股本/流通A股(百万股)	252/63
总市值/流通市值(百万元)	3854/963

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.3	20.7	22.4
相对涨幅(%)	7.9	23.7	17.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021) 23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布2022年中报, 公司2022年上半年实现营业收入约7.3亿元, 同比增约51.10%, 归母净利润约8884万元, 同比增约68.28%, 扣非归母净利润约7856万元, 同比增约62.51%; 2022Q2实现营收约4.0亿元, 同比增约52.02%, 单季度归母净利润约5391万元, 同比增约82.46%。

点评:

● 大客户需求旺盛、人民币兑美元贬值, 收入大增, 毛利率提升。

1) 由于大客户需求旺盛, 叠加人民币兑美元贬值, 公司2022H1收入同比大增51%, 其中外销收入同比增长67%, 占比提升至70.6%, 2021年全年子公司溢百利收入1.5亿元、净利润1837万元, 2022H1溢百利实现收入1.2亿元、净利润1348万元, 反应宜家需求旺盛。分产品看, 拳头产品色釉陶瓷收入同比增长57%至6.9亿元, 陶瓷新材料收入同比增长37%, 釉下五彩瓷、电瓷同比有所下滑。

2) 由于人民币兑美元贬值, 公司出口占比高, 2022H1色釉陶瓷毛利率同比提升5.78pct至33.39%、出口毛利率同比提升6.34pct至30.65%。

● **上市后人数增加、加大推广力度、折旧摊销加大、销售管理费用率提升。** 2021年公司成功上市, 迈入快速发展通道, 2021年底员工人数5338人, 较2020年底的4433人有较大幅度增长。2022H1公司销售费用率同比增加1.79pct至7.82%, 主要是由于员工薪酬及推广费用同比增加较多所致; 2022H1管理+研发费用率同比增加1.26pct至11.19%, 主要是由于员工薪酬、办公费、折旧摊销同比增加较多所致; 由于募集资金尚未使用完毕, 利息收入增加叠加汇兑收益, 公司2022H1财务费用-547万元, 较2021H1的137万元下降明显; 2022H1所得税率同比增加1.76pct至10.47%; 由于毛利率增加幅度较大, 2022H1净利率同比增加1.16pct至12.46%。

● **公司发展势头良好, 日用陶瓷市占率仍低, 横向拓展电瓷、陶瓷新材料。** 公司财务健康、收入高增, 发展势头良好, 按照2500亿市场规模计算, 公司市占率不足1%, 有很大的发展空间。横向拓展电瓷、陶瓷新材料, 公司具备生产1000KV超特高压电瓷技术, 看好公司横向拓展的业务发展。

● **给予“优于大市”评级。** 公司在日用陶瓷行业提升市占率空间较大, 横向拓展电瓷、陶瓷新材料业务, 看好公司中长期成长潜力。我们预计公司2022-2024年收入分别为17.1、22.1、28.5亿元, EPS分别约0.92、1.17、1.52元, 给予2022年PE20-25倍, 合理价值区间18.40~23.00元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

● **风险提示。** 下游需求大幅放缓, 人民币兑美元大幅升值, 新业务拓展缓慢。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	921	1204	1709	2205	2850
(+/-)YoY(%)	-3.0%	30.7%	42.0%	29.0%	29.3%
净利润(百万元)	118	137	231	294	384
(+/-)YoY(%)	6.5%	16.2%	68.5%	27.5%	30.5%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.54	0.92	1.17	1.52
毛利率(%)	32.9%	30.0%	33.6%	33.5%	33.5%
净资产收益率(%)	17.6%	10.2%	15.6%	17.6%	20.2%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

根据 2022 年中报收入和毛利率，预计：

2022 年主业色釉陶瓷收入高增，毛利率维持与中报相当的水平，2023-2024 年，收入保持较高速度增长，毛利率稳定；

2022-2024 年釉下五彩瓷收入平稳毛利率稳定；

2022 年电瓷收入同比下滑，2023-2024 年保持稳定，毛利率保持稳定；

陶瓷新材料保持较高高速增长，毛利率稳定。

表 1 分项收支预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
色釉陶瓷	收入：百万元	831.67	1,121.31	1,625.90	2,113.66	2,747.76
	毛利率	31.67%	29.52%	33.50%	33.50%	33.50%
釉下五彩瓷	收入：百万元	42.37	42.31	40.20	40.20	40.20
	毛利率	47.61%	43.91%	43.91%	43.91%	43.91%
电瓷	收入：百万元	32.56	20.09	18.08	18.08	18.08
	毛利率	49.30%	28.04%	28.04%	28.04%	28.04%
陶瓷新材料	收入：百万元	5.51	7.42	10.39	13.50	17.55
	毛利率	29.21%	32.13%	32.13%	32.13%	32.13%

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2022/8/20	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
002572.SZ	索菲亚	17.02	0.13	1.52	1.82	126.7	11.2	9.3	3.0
002372.SZ	伟星新材	20.72	0.77	0.90	1.08	27.0	23.0	19.2	7.6
603833.SH	欧派家居	116.11	4.38	5.02	5.93	26.5	23.1	19.6	5.2
平均值						60.1	19.1	16.0	5.3

资料来源：Wind，海通证券研究所。注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。选取的可比公司均偏消费、家装属性，与公司主业日用陶瓷契合。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1204	1709	2205	2850
每股收益	0.54	0.92	1.17	1.52	营业成本	843	1135	1466	1895
每股净资产	5.33	5.89	6.63	7.56	毛利率%	30.0%	33.6%	33.5%	33.5%
每股经营现金流	0.65	1.19	1.43	1.85	营业税金及附加	15	17	22	29
每股股利	0.21	0.35	0.44	0.60	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	71	120	154	200
P/E	28.11	16.69	13.09	10.03	营业费用率%	5.9%	7.0%	7.0%	7.0%
P/B	2.87	2.60	2.31	2.03	管理费用	65	92	119	154
P/S	3.20	2.25	1.75	1.35	管理费用率%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EV/EBITDA	20.05	9.89	7.61	5.75	EBIT	154	282	363	468
股息率%	1.4%	2.3%	2.9%	3.9%	财务费用	2	8	13	13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.4%	0.6%	0.4%
毛利率	30.0%	33.6%	33.5%	33.5%	资产减值损失	-8	-10	-12	-15
净利润率	11.4%	13.5%	13.3%	13.5%	投资收益	1	2	2	3
净资产收益率	10.2%	15.6%	17.6%	20.2%	营业利润	154	262	334	435
资产回报率	8.3%	9.7%	11.2%	12.8%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	10.3%	12.6%	14.8%	17.2%	利润总额	154	262	334	435
盈利增长 (%)					EBITDA	191	346	439	557
营业收入增长率	30.7%	42.0%	29.0%	29.3%	所得税	14	26	33	44
EBIT 增长率	12.1%	82.8%	28.8%	29.0%	有效所得税率%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	16.2%	68.5%	27.5%	30.5%	少数股东损益	3	5	6	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	137	231	294	384
资产负债率	18.1%	36.9%	35.8%	35.7%					
流动比率	4.31	2.01	2.07	2.11	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.36	1.72	1.70	1.73	货币资金	391	942	1021	1167
现金比率	1.73	1.17	1.17	1.17	应收账款及应收票据	111	182	193	291
经营效率指标					存货	177	191	275	330
应收账款周转天数	29.26	30.00	30.00	30.00	其它流动资产	298	302	312	321
存货周转天数	62.33	60.00	60.00	60.00	流动资产合计	977	1618	1801	2108
总资产周转率	0.95	0.85	0.88	1.01	长期股权投资	46	46	46	46
固定资产周转率	3.89	4.05	4.38	4.98	固定资产	378	466	541	603
					在建工程	80	78	77	76
					无形资产	115	115	115	115
					非流动资产合计	672	758	832	893
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	1650	2376	2633	3001
净利润	137	231	294	384	短期借款	0	500	500	500
少数股东损益	3	5	6	8	应付票据及应付账款	101	151	175	246
非现金支出	46	76	91	107	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	7	10	21	20	其它流动负债	126	154	197	252
营运资金变动	-31	-23	-53	-53	流动负债合计	227	805	871	998
经营活动现金流	163	299	359	466	长期借款	0	0	0	0
资产	-209	-150	-150	-150	其它长期负债	72	72	72	72
投资	-250	0	0	0	非流动负债合计	72	72	72	72
其他	0	2	2	3	负债总计	299	877	943	1070
投资活动现金流	-459	-148	-148	-147	实收资本	252	252	252	252
债权募资	0	500	0	0	归属于母公司所有者权益	1341	1484	1669	1903
股权募资	553	0	0	0	少数股东权益	10	14	20	28
其他	-27	-100	-133	-173	负债和所有者权益合计	1650	2376	2633	3001
融资活动现金流	526	400	-133	-173					
现金净流量	227	551	78	146					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,南玻 A,华新水泥,中国玻璃,三棵树,华达新材,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。